

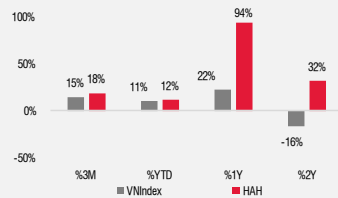
## Công ty Cổ phần Vận tải và Xếp dỡ Hải An (HAH: HOSE)

**Ngày báo cáo:** 1/3/2024  
**Ngành:** VẬN TẢI  
**CVPT:** Võ Thanh Hằng  
**Email:** [hangvt1@ssi.com.vn](mailto:hangvt1@ssi.com.vn)  
**SĐT:** +84-24 3936 6321 ext. 8709

**Khuyến nghị:** **TRUNG LẬP**  
**Giá mục tiêu 1Y:** **45.100 Đồng**  
**Giá CP ngày 29/02/2024:** 41.950 Đồng  
**% Tăng giá:** **+7,5%**

**Giá trị vốn hoá (triệu USD):** 180  
**Giá trị vốn hoá (tỷ đồng):** 4.426  
**Số cổ phiếu lưu hành (triệu):** 106  
**KLGD trung bình 3 tháng (cp):** 2.764.636  
**Giá cao/thấp nhất 52T (NĐ):** 43,5/20,7  
**GTGD trung bình 3 tháng (tỷ đồng):** 106,2  
**Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%):** 4,9  
**Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%):** 0

### Biên động giá cổ phiếu



Nguồn: SSI Research

### Thông tin cơ bản về công ty

HAH được thành lập năm 2009, là công ty điều hành cảng Hải An tại Hải Phòng. Mạng lưới logistic đã từng bước được mở rộng với 3 nhánh chính: Khai thác cảng, Vận tải và Depot & Logistics. Công ty đặt mục tiêu sở hữu một mạng lưới logistics tích hợp hoàn chỉnh tại Việt Nam. Hiện tại, Hải An chủ yếu hiện diện ở miền Bắc, với cảng Hải An ở Hải Phòng và Depot PAN - HAIAN ở khu vực Đình Vũ ở Hải Phòng. Mục tiêu những năm tới là mở rộng mạng lưới logistics ở miền Trung và miền Nam.

## Căng thẳng Biển Đỏ giúp rút ngắn chu kỳ đi xuống của ngành vận tải container

**Trong năm 2023**, HAH công bố doanh thu thuần giảm 18,5% đạt 2.613 tỷ đồng, trong khi lợi nhuận ròng giảm 64,7% svck, đạt 371 tỷ đồng. So với năm 2022, giá cho thuê tàu định hạn HAH ký mới trong năm 2023 giảm 20-70% và phù hợp với xu hướng ngành toàn cầu. Trong khi đó, sản lượng vận tải trong nước không có mức tăng trưởng chậm. Việc giá cho thuê tàu định hạn và giá cước vận tải đều giảm khiến biên lợi nhuận ròng đã giảm đáng kể xuống còn 14,2%, so với 32,8% trong năm 2022.

**Cập nhật ngành:** Căng thẳng leo thang ở Biển Đỏ đã ảnh hưởng đến giá cước giao ngay và giá cho thuê tàu định hạn, mặc dù thị trường trong nước vẫn chưa chịu tác động đáng kể nào. Theo quan điểm của chúng tôi, xung đột này có thể sẽ đẩy nhanh quá trình giải quyết tình trạng dư cung tàu container và rút ngắn giai đoạn thấp điểm của chu kỳ ngành, thay vì khiến giá cước tăng lên trong dài hạn.

**Triển vọng doanh nghiệp:** Chúng tôi dự báo HAH sẽ được hưởng lợi từ việc cho thuê và vận hành tàu tại thị trường nội Á trong khi chờ đợi thị trường nội địa cải thiện ở cả giá cước và sản lượng vận chuyển. Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi giả định sự gián đoạn liên quan đến Biển Đỏ sẽ kéo dài, ít nhất là đến nửa đầu năm 2024. Năm 2024 được dự đoán sẽ là năm bán lẻ của HAH và có khả năng mở đường cho cơ hội tăng trưởng doanh thu trong dài hạn. Việc tiếp nhận tàu đóng mới HaiAn Alfa với trọng tải 1.780 TEU vào năm 2023 và có thêm 3 tàu trọng tải 1.750 TEU mỗi tàu trong năm 2024. Việc tài trợ cho những tàu này dự kiến sẽ làm tác động đáng kể tới lợi nhuận và áp lực dòng tiền.

### Luận điểm đầu tư:

HAH đang giao dịch ở mức P/E dự phóng năm 2024 là 12x, tương đối cao so với mức P/E trước đây là từ 6x-9x. Chúng tôi tin rằng mức định giá hiện tại được giải thích bởi các yếu tố cơ bản của ngành đã cải thiện do tình hình Biển Đỏ và căng thẳng địa chính trị làm tăng nhu cầu TEU-mile cho toàn vận tải container toàn cầu, cũng như sự đóng góp dài hạn từ các tàu đóng mới từ năm 2024.

Chúng tôi sử dụng phương pháp DCF để phản ánh đầy đủ tiềm năng của HAH (trong khi định giá trước đây của chúng tôi áp dụng phương pháp P/E dự phóng). Xét đến triển vọng lợi nhuận từ năm 2024, chúng tôi đưa ra giá mục tiêu mới đối với cổ phiếu HAH là **45.100 đồng/cổ phiếu** (tiềm năng tăng giá là 7,5%) và có khuyến nghị **TRUNG LẬP** đối với cổ phiếu. Theo quan điểm của chúng tôi, HAH được hưởng lợi rõ ràng từ tình hình Biển Đỏ và căng thẳng địa chính trị. Tuy nhiên, giá cổ phiếu đã phản ánh gần như đầy đủ do đó, chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư có thể chờ các nhịp giá giảm để tích lũy cổ phiếu.

Rủi ro giảm đối với khuyến nghị của chúng tôi bao gồm:

- Nhu cầu và khả năng phục hồi đơn hàng chậm hơn dự kiến**, điều này không phù hợp với giả định theo kịch bản cơ sở của chúng tôi về nửa cuối năm 2024. Điều này có thể xuất phát từ nhiều yếu tố kinh tế khác nhau hoặc các sự kiện không dự báo được khiến quá trình phục hồi bị chậm.
- Biến động của giá cước vận tải** do thay đổi các sự kiện địa chính trị theo hướng tích cực hoặc tiêu cực hơn hiện tại.

Bảng tóm tắt ước tính:

Tỷ đồng	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu thuần	1.192	1.955	3.206	2.613	2.803	2.887
<i>Tăng trưởng DTT</i>	<i>7,50%</i>	<i>64,10%</i>	<i>63,90%</i>	<i>-18,50%</i>	<i>7,30%</i>	<i>3,00%</i>
Lợi nhuận gộp	239	714	1.422	611	656	690
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	<i>20,10%</i>	<i>36,50%</i>	<i>44,40%</i>	<i>23,40%</i>	<i>23,40%</i>	<i>23,90%</i>
Thu nhập tài chính	17	26	39	30	42	56
Chi phí tài chính	-25	-33	-76	-84	-117	-144
SG&A	-68	-85	-114	-125	-137	-140
Thu nhập ròng khác	0	20	-27	3	0	0
LNTT	170	662	1.272	450	460	476
Lợi nhuận ròng	147	551	1.041	358	376	390
<i>NPATMI</i>	<i>138</i>	<i>446</i>	<i>822</i>	<i>385</i>	<i>372</i>	<i>386</i>
<i>Tăng trưởng NPATMI</i>	<i>13,90%</i>	<i>222,10%</i>	<i>84,50%</i>	<i>-53,20%</i>	<i>-3,30%</i>	<i>3,60%</i>
EPS (VND)	2.801	8.767	11.217	3.367	3.387	3.510

Nguồn: HAH, SSI Research

## KQKD năm 2023

Tỷ đồng	2023	2022	YoY	% hoàn thành kế hoạch năm	Biên lợi nhuận	
					2023	2022
Doanh thu thuần	2.613	3.206	-18,5%	98%		
Lợi nhuận gộp	611	1.422	-57,0%		23,4%	44,4%
Lợi nhuận hoạt động	527	1.350	-61,0%		20,2%	42,1%
EBIT	537	1.341	-60,0%		20,5%	41,8%
EBITDA	871	1.620	-46,2%		33,4%	50,5%
Lợi nhuận trước thuế	463	1.283	-63,9%		17,7%	40,0%
Lợi nhuận ròng	371	1.051	-64,7%		14,2%	32,8%
Lợi nhuận ròng thuộc về cổ đông công ty mẹ	385	829	-53,6%	96%	14,7%	25,9%

Nguồn: HAH, SSI Research

Trong năm 2023, HAH công bố doanh thu thuần giảm 18,5% đạt 2.613 tỷ đồng, trong khi lợi nhuận ròng giảm 64,7% svck, đạt 371 tỷ đồng, hoàn thành hoàn thành 96% kế hoạch lợi nhuận năm 2023. Đáng chú ý, Lotus Link – liên doanh vận tải của Israel ZIM và HAH (HAH nắm quyền kiểm soát với 51% vốn liên doanh, thành lập đầu năm 2023) – ghi nhận lỗ lũy kế 100 tỷ đồng trong năm 2023, nhưng dự kiến sẽ có lãi trong 2024. Trong khi hoạt động cảng tạo ra lợi nhuận ổn định và đã vượt công suất thiết kế, vận tải container lại sụt giảm đáng kể trong năm 2023.

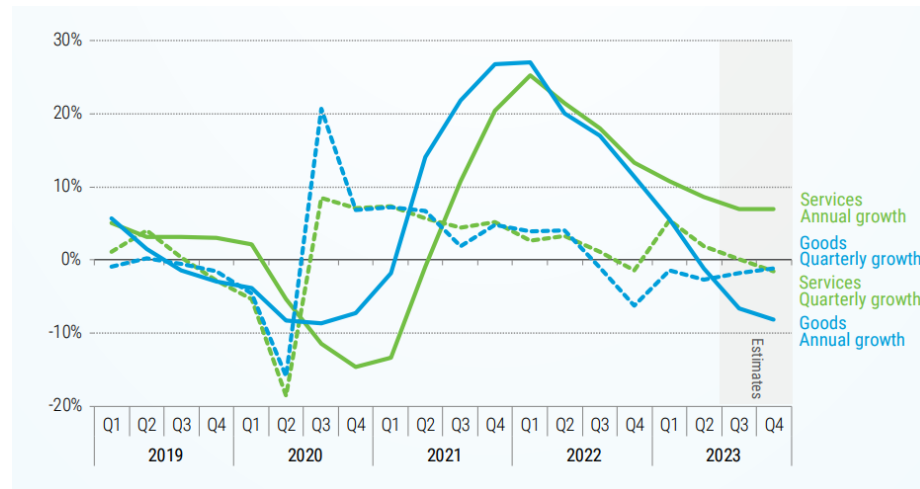
**Biểu đồ: Cơ cấu doanh thu giai đoạn 2020-2023E (Đơn vị: tỷ đồng)**



Nguồn: HAH, SSI Research

So với năm 2022, giá cho thuê tàu định hạn HAH ký mới trong năm 2023 giảm 20-70% và phù hợp với xu hướng ngành toàn cầu. Việc giảm giá cước vận tải toàn cầu phản ánh tác động kép từ nhu cầu giảm cùng với sự gia tăng nguồn cung tàu. Cụ thể, thương mại hàng hóa toàn cầu ghi nhận sụt giảm khoản 5% svck trong năm 2023, do tiêu dùng yếu và quá trình giải phóng hàng tồn kho trong năm 2023. Còn về phía cung, số lượng tàu đóng mới được bàn giao tăng mạnh trong năm 2023 đã làm trầm trọng thêm tình trạng dư cung của ngành. Theo đó, công suất mới năm 2023 chiếm 7,1% tổng công suất đội tàu (theo DWT), cao hơn mức trung bình là dưới 5% được ghi nhận trong giai đoạn 2016-2022.

**Biểu đồ: Thương mại toàn cầu năm 2023 tăng trưởng âm ảnh hưởng kém tích cực đến sản lượng vận tải hàng hóa**

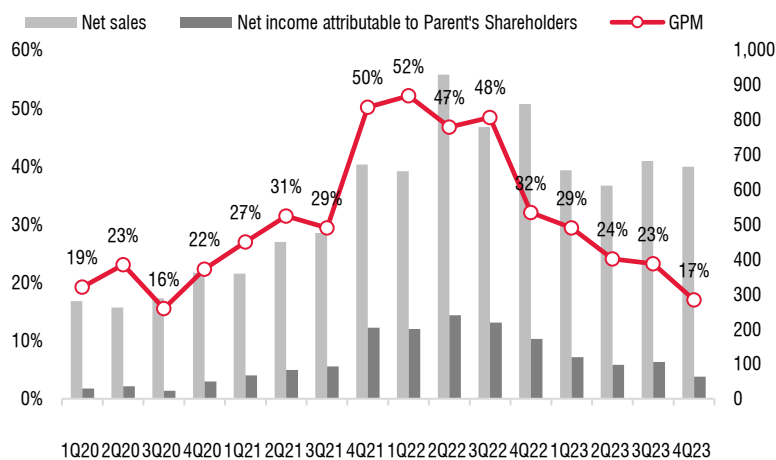


Nguồn: UNCTAD

**Tương tự, thị trường trong nước có mức tăng trưởng sản lượng thấp, so với tốc độ tăng trưởng tự nhiên 3-5%/năm.** Với mức tăng trưởng hạn chế cùng với tình trạng dư cung tàu ở thị trường nội địa, khiến giá cho thuê ngay giảm đáng kể, khoảng 35% svck, theo quan sát của chúng tôi. Tuy nhiên, HAH vẫn duy trì vị thế là doanh nghiệp khai thác tàu container lớn nhất trong năm 2023, chiếm khoảng 30% tổng thị phần, so với mức thị phần 17% của đối thủ cạnh tranh gần nhất.

Do giá cho thuê tàu định hạn và giá cước giao ngay đều giảm khiến biên lợi nhuận giảm từ mức cao của năm 2022 xuống mức trước COVID. Biên lợi nhuận ròng giảm đáng kể xuống còn 14,2%, chưa bằng một nửa mức trong năm 2022 (32,8%). Sự gián đoạn ở Biển Đỏ kể từ cuối tháng 12/2023 chưa ảnh hưởng đáng kể đến lợi nhuận của HAH trong quý 4/2023.

**Biểu đồ: Diễn biến doanh thu và lợi nhuận của HAH theo quý**



Nguồn: HAH, SSI Research

## Cập nhật ngành năm 2024

**Căng thẳng leo thang ở Biển Đỏ đã ảnh hưởng đến giá cước giao ngay và giá cho thuê tàu định hạn, mặc dù thị trường trong nước vẫn chưa chịu tác động đáng kể nào. Theo quan điểm của chúng tôi, xung đột này có thể sẽ đẩy nhanh quá trình giải quyết tình trạng dư cung tàu container và rút ngắn giai đoạn thấp điểm của chu kỳ ngành, thay vì khiến giá cước tăng lên trong dài hạn.**

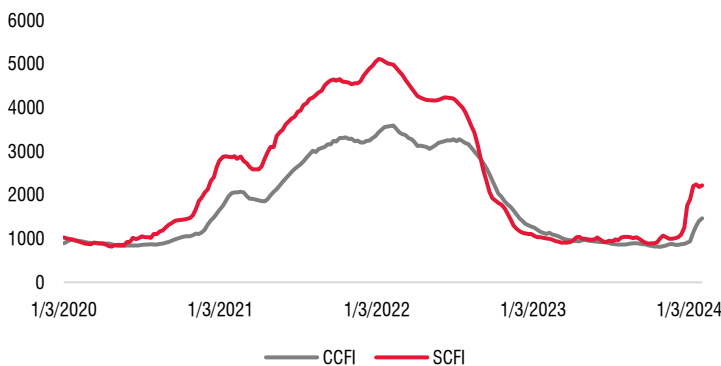
Như chúng tôi đã cập nhật trong [báo cáo](#), sự gián đoạn ở Biển Đỏ kể từ cuối năm 2023 đã làm ảnh hưởng đáng kể đến hoạt động vận chuyển đường biển và buộc nhiều tuyến đường trong ngành phải thay đổi. Tính đến tháng 1/2024, số lượng tàu container cập cảng Biển Đỏ đã giảm 90% so với mức trước căng thẳng.

**Quãng đường di chuyển dài lên kéo theo sự tăng giá cước vận chuyển, với tác động lan tỏa dần từ các chuyến bị ảnh hưởng trực tiếp sang các tuyến khác.** Sự gia tăng giá cước được quan sát thấy trên thị trường giao ngay cho các tuyến giữa châu Á và châu Âu, phản ánh qua Chỉ số vận tải container Thượng Hải (SCFI), tăng khoảng 150% kể từ đầu tháng 12/2023. Xu hướng này đã mở rộng sang các tuyến xuyên Thái Bình Dương và nội Á, được phản ánh qua Chỉ số vận chuyển hàng hóa container Trung Quốc (CCFI), tăng khoảng 60% so với tháng 12/2023. Thị trường cho thuê tàu cũng chứng kiến sự gia tăng giá, ví dụ như giá cho thuê trung bình đối với tàu 1.700 TEU đã tăng 20% so với mức tháng 11/2023. **Riêng đối với các tàu cho thuê đến các điểm đến Trung Đông thì giá cước đã tăng đáng kể hơn từ 70-80% so với mức tháng 11/2023.**

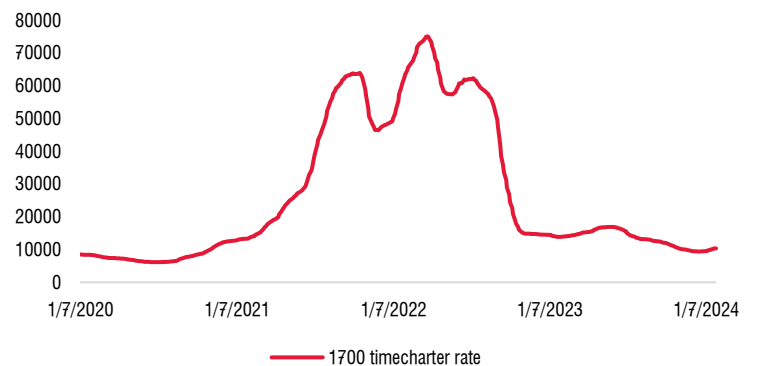
**Mặc dù vậy, chúng tôi cho rằng ảnh hưởng đến ngành vận tải biển có thể ít đáng kể hơn so với giai đoạn 2021-2022, do việc bàn giao tàu đóng mới dự kiến khá đáng kể từ năm 2023 đến năm 2025.** Theo Clarkson, số lượng đơn đặt đóng tàu mới cao từ 2021 thương đương khoảng 27% công suất của đội tàu thế giới hiện tại, bắt đầu được bàn giao từ năm 2023. Điều này dẫn đến tình trạng dư cung tàu container trước và trong giai đoạn căng thẳng ở Biển Đỏ. Do đó, dòng tàu lớn có thể giảm thiểu một phần tác động của việc tăng TEU-dặm đối với ngành tàu container phát sinh từ Biển Đỏ.

**Ở thị trường vận tải container nội địa, giá cước không tăng đáng kể do nhu cầu vận chuyển phục hồi hạn chế và tình trạng dư cung tàu container nội địa.** Chúng tôi cho rằng tác động liên quan đến Biển Đỏ đối với thị trường tàu container nội địa sẽ khá hạn chế, trừ khi xung đột kéo dài đủ lâu để các đội tàu trong nước được đem cho thuê định hạn, điều này sẽ trực tiếp làm giảm lượng tàu sẵn có để sử dụng trong nước và khiến giá cước tăng lên. Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi giả định giá cước giao ngay trong nước năm 2024 sẽ tăng 5-10% so với mức nền so sánh thấp trong năm 2023.

Chỉ số vận tải container từ năm 2020



Diễn biến giá thuê tàu định hạn 1700-TEU từ năm 2020 (USD/ngày)



Nguồn: Bloomberg, SSI Research

## Triển vọng doanh nghiệp

Với triển vọng ngành toàn cầu, chúng tôi dự báo HAH sẽ được hưởng lợi từ việc cho thuê và vận hành tàu tại thị trường nội Á trong khi chờ đợi thị trường nội địa cải thiện ở cả giá cước và sản lượng vận chuyển. Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi giả định sự gián đoạn liên quan đến Biển Đỏ sẽ kéo dài, ít nhất là đến nửa đầu năm 2024. Điều đáng chú ý là giá cho thuê tàu định hạn trong khu vực Trung Đông sẽ có mức tăng đáng kể nhất. Theo cập nhật mới nhất của chúng tôi cho thấy giá cho thuê tàu định hạn tại khu vực Trung Đông có thể đạt 19.000 USD/ngày, tăng 30% so với mức trung bình năm 2023 và vượt qua mức chuẩn hiện tại của thị trường thuê tàu định hạn 1700 TEU (khoảng 12.000-14.000 USD/ngày). Chúng tôi cho rằng HAH có thể cho thuê 1-2 tàu ở tuyến Trung Đông trong quý 2 khi các hợp đồng cũ hết hạn.

Đối với mảng tự vận hành, chúng tôi cho rằng năm 2024 sẽ vẫn là năm thách thức đối với các doanh nghiệp, vì bằng chứng cho thấy hoạt động sản xuất và tiêu dùng chưa có nhiều sự cải thiện một cách ổn định, trong khi tình trạng đóng băng của thị trường bất động sản sơ cấp đã ảnh hưởng đến hoạt động vận chuyển nguyên vật liệu xây dựng. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn kỳ vọng sản lượng hoạt động của HAH sẽ đạt mức tăng trưởng tự nhiên khoảng 5% svck cho năm 2024, do mức nền tảng trưởng thấp trong năm 2023. Chúng tôi dự báo giá cước vận tải đã chạm đáy và sẽ phục hồi dần trong các quý tới, chậm hơn thị trường quốc tế khoảng ít nhất 6 tháng.

Năm 2024 được dự đoán sẽ là năm bản lề của HAH và có khả năng mở đường cho cơ hội tăng trưởng doanh thu trong dài hạn. Việc tiếp nhận tàu đóng mới Haian Alfa với trọng tải 1.780 TEU vào những ngày cuối năm 2023 đã nâng tổng trọng tải của đội tàu của HAH lên khoảng 16.000 TEU (11 tàu). Ba tàu bổ sung có trọng tải 1.750 TEU mỗi tàu dự kiến sẽ tiếp tục được bàn giao trong năm 2024. Những tàu mới này sử dụng nhiên liệu nhiều hơn với chi phí tiết kiệm năng lượng ước tính thấp hơn từ 20%-30% so với tàu đã qua sử dụng. Haian Alpha dự kiến sẽ được cho thuê trong Q2/2024, có khả năng được hưởng lợi từ mức giá thuê khá tốt. Về mặt nguồn vốn, HAH đã phát hành trái phiếu chuyển đổi có thời hạn 5 năm trị giá 500 tỷ đồng thông qua phát hành riêng lẻ để tài trợ cho hai tàu vào cuối năm 2023 và sẽ tiếp tục vay 500 tỷ đồng trong năm 2024 để tài trợ cho hai tàu còn lại, điều này có thể sẽ gây thêm áp lực đáng kể lên lợi nhuận, thông qua chi phí tài chính.

Chúng tôi ước tính mức tăng trưởng doanh thu năm 2024 và 2025 lần lượt là 7,3% và 3% svck do tăng công suất. LNST của cổ đông công ty mẹ (NPATMI) của HAH cho năm 2024 và 2025 ước tính lần lượt đạt 372 tỷ đồng (giảm 3,2% svck) và 386 tỷ đồng (tăng 3,6% svck). Các giả định chính của chúng tôi như sau:

- Giá cho thuê tàu của các hợp đồng mới ký sẽ tăng khoảng 30%-50% so với giá trước đó.
- Doanh thu từ mảng vận hành (thị trường nội địa và thị trường nội Á) phục hồi 10%, trong đó giá cước tăng 7%, chủ yếu nhờ giá cước thị trường nội Á cải thiện, trong khi thị trường trong nước gặp khó với tình trạng dư cung.
- Bốn tàu mới dự kiến đóng góp doanh thu cho thuê trong nửa cuối năm 2024, với giá cho thuê hấp dẫn (ước tính khoảng 18.000 USD/ngày, so với mức khoảng 13.000 USD/ngày đối với các hợp đồng ký mới trong năm 2023).
- Chi phí tài chính dự kiến tăng 35% svck trong năm 2024 và 24,5% svck trong năm 2025.

Bảng tóm tắt ước tính:

Tỷ đồng	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu thuần	1.192	1.955	3.206	2.613	2.803	2.887
<i>Tăng trưởng doanh thu thuần</i>	<i>7,5%</i>	<i>64,1%</i>	<i>63,9%</i>	<i>-18,5%</i>	<i>7,3%</i>	<i>3,0%</i>
Lợi nhuận gộp	239	714	1.422	611	656	690
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	<i>20,1%</i>	<i>36,5%</i>	<i>44,4%</i>	<i>23,4%</i>	<i>23,4%</i>	<i>23,9%</i>
Thu nhập tài chính	17	26	39	30	42	56
Chi phí tài chính	-25	-33	-76	-84	-117	-144
SG&A	-68	-85	-114	-125	-137	-140
Thu nhập ròng khác	0	20	-27	3	0	0
Lợi nhuận trước thuế	170	662	1.272	450	460	476
Lợi nhuận ròng	147	551	1.041	358	376	390
NPATMI	138	446	822	385	372	386
<i>Tăng trưởng NPATMI</i>	<i>13,9%</i>	<i>222,1%</i>	<i>84,5%</i>	<i>-53,2%</i>	<i>-3,3%</i>	<i>3,6%</i>
EPS (VND)	2.801	8.767	11.217	3.367	3.387	3.510

Nguồn: HAH, SSI research

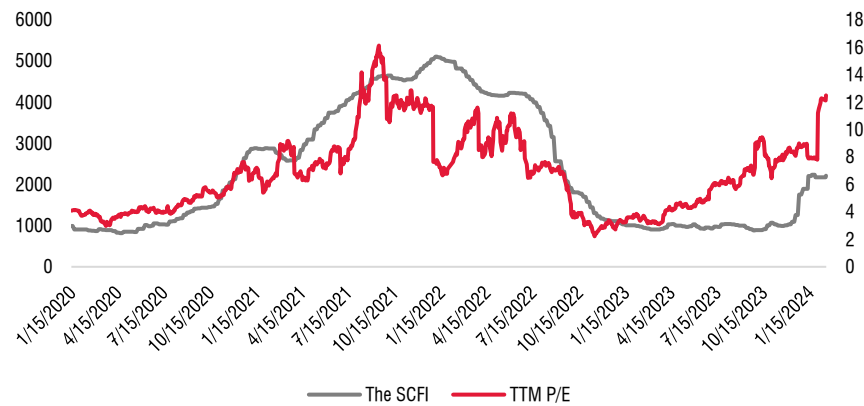
**Đáng chú ý rằng dự báo hiện tại cao hơn so với dự báo trước đó.** Trước căng thẳng ở Biển Đỏ, chúng tôi dự báo năm 2024 sẽ là một năm khó khăn đối với ngành vận tải container do tình trạng dư cung tàu do nhu cầu yếu, khiến lợi nhuận của doanh nghiệp tiếp tục giảm mạnh. Tuy nhiên, hiện chúng tôi đã tính đến tác động tích cực của tình hình Biển Đỏ đến lợi nhuận năm 2024 và 2025.

### Luận điểm đầu tư

HAH đang giao dịch ở mức P/E dự phóng năm 2024 là 12x, tương đối cao so với mức P/E trước đây là từ 6x-9x. Chúng tôi tin rằng mức định giá hiện tại được giải thích bởi các yếu tố cơ bản của ngành đã cải thiện do tình hình Biển Đỏ và căng thẳng địa chính trị làm tăng nhu cầu TEU-mile cho toàn ngành, cũng như sự đóng góp dài hạn của công suất mới từ năm 2024.

Chúng tôi sử dụng phương pháp DCF để phản ánh đầy đủ tiềm năng của HAH (trong khi định giá trước đây của chúng tôi áp dụng phương pháp P/E mục tiêu), do quy mô kinh doanh tăng từ năm 2024, điều này tác động đáng kể đến lợi nhuận và dòng tiền dài hạn. Xét đến triển vọng lợi nhuận từ năm 2024, chúng tôi đưa ra giá mục tiêu mới đối với cổ phiếu HAH là **45.100 đồng/cổ phiếu** (tiềm năng tăng giá là 7,5%) và có khuyến nghị **TRUNG LẬP** đối với cổ phiếu. Theo quan điểm của chúng tôi, HAH được hưởng lợi rõ ràng từ tình hình Biển Đỏ và căng thẳng địa chính trị. Tuy nhiên, giá cổ phiếu đã phản ánh gần như đầy đủ do đó, chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư có thể chờ các nhịp giá giảm để tích lũy cổ phiếu.

## Biến động của chỉ số P/E và SCFI



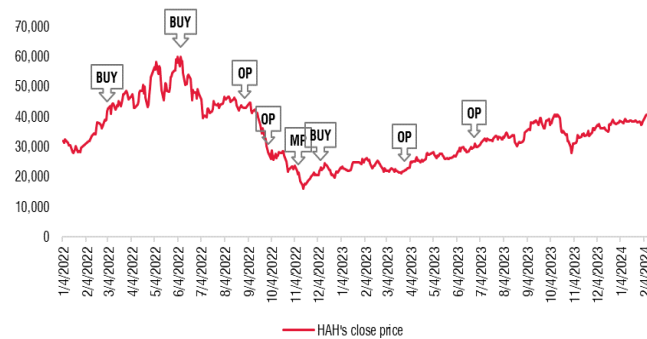
Nguồn: Bloomberg, SSI Research

Trong ngắn hạn, chúng tôi cho rằng những cải thiện hơn nữa về giá cước giao ngay và giá cho thuê tàu định hạn sẽ là yếu tố hỗ trợ chính cho giá cổ phiếu. Q1/2024 dự kiến vẫn chưa ghi nhận tăng trưởng lợi nhuận từ đó gây áp lực lên giá cổ phiếu trong ngắn hạn trước khi lợi nhuận cải thiện so với quý trước trong Q2/2024.

Rủi ro giảm đôi với khuyến nghị của chúng tôi bao gồm:

- *Nhu cầu và khả năng phục hồi đơn hàng chậm hơn dự kiến*, điều này không phù hợp với giá định theo kịch bản cơ sở của chúng tôi về nửa cuối năm 2024. Điều này có thể xuất phát từ nhiều yếu tố kinh tế khác nhau hoặc các sự kiện không dự báo được khiến quá trình phục hồi bị chậm.
- *Biến động của giá cước giao ngay* do thay đổi các sự kiện địa chính trị theo hướng tích cực hoặc tiêu cực.

## Lịch sử khuyến nghị



Nguồn: SSI Research

Ghi chú: BUY: Mua, OP: Khả quan, MP: Trung lập, UP: Kém khả quan



## PHỤ LỤC: BÁO CÁO TÀI CHÍNH NĂM

Tỷ đồng	2022	2023	2024F	2025F
<b>Bảng cân đối kế toán</b>				
+ Tiền và các khoản tương đương tiền	415	643	871	1.344
+ Đầu tư ngắn hạn	140	140	140	140
+ Các khoản phải thu ngắn hạn	979	802	860	886
+ Hàng tồn kho	78	88	94	97
+ Tài sản ngắn hạn khác	132	111	120	123
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>1.745</b>	<b>1.785</b>	<b>2.085</b>	<b>2.590</b>
+ Các khoản phải thu dài hạn	113	92	99	102
+ GTCL Tài sản cố định	2.744	3.183	3.860	4.202
+ Bất động sản đầu tư	0	0	0	0
+ Tài sản dài hạn dở dang	45	45	45	45
+ Đầu tư dài hạn	140	140	140	140
+ Tài sản dài hạn khác	262	294	315	323
<b>Tổng tài sản dài hạn</b>	<b>3.305</b>	<b>3.755</b>	<b>4.459</b>	<b>4.812</b>
<b>Tổng tài sản</b>	<b>5.049</b>	<b>5.539</b>	<b>6.545</b>	<b>7.402</b>
+ Nợ ngắn hạn	910	1.027	1.102	1.128
<i>Trong đó: vay ngắn hạn</i>	<i>318</i>	<i>356</i>	<i>382</i>	<i>391</i>
+ Nợ dài hạn	1.252	1.282	1.852	2.310
<i>Trong đó: vay dài hạn</i>	<i>1.004</i>	<i>1.004</i>	<i>1.554</i>	<i>2.004</i>
<b>Tổng nợ phải trả</b>	<b>2.162</b>	<b>2.310</b>	<b>2.954</b>	<b>3.437</b>
+ Vốn góp	703	1.055	1.055	1.055
+ Thặng dư vốn cổ phần	192	192	192	192
+ Lợi nhuận chưa phân phối	1.025	966	1.249	1.542
+ Quỹ khác	966	1.016	1.095	1.176
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>2.887</b>	<b>3.229</b>	<b>3.590</b>	<b>3.965</b>
<b>Tổng nợ phải trả và vốn chủ sở hữu</b>	<b>5.049</b>	<b>5.539</b>	<b>6.545</b>	<b>7.402</b>
<b>Lưu chuyển tiền tệ</b>				
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	1.295	989	852	1.014
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	-1.661	-800	-1.200	-1.000
Dòng tiền từ hoạt động tài chính	299	39	576	459
<b>Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ</b>	<b>-67</b>	<b>227</b>	<b>228</b>	<b>474</b>
Tiền đầu kỳ	485	415	643	871
<b>Tiền cuối kỳ</b>	<b>415</b>	<b>643</b>	<b>871</b>	<b>1.344</b>
<b>Các hệ số khả năng thanh toán</b>				
Hệ số thanh toán hiện hành	1,92	1,74	1,89	2,30
Hệ số thanh toán nhanh	1,69	1,54	1,70	2,10
Hệ số thanh toán tiền mặt	0,61	0,76	0,92	1,32
Nợ ròng / EBITDA	0,38	0,92	0,81	0,83
Khả năng thanh toán lãi vay	23,26	7,13	4,96	4,31
Ngày phải thu	26,9	30,2	26,2	26,7
Ngày phải trả	23,3	28,7	29,3	30,0
Ngày tồn kho	13,0	15,2	15,5	15,9
<b>Cơ cấu vốn</b>				
Vốn chủ sở hữu/Tổng tài sản	0,57	0,58	0,55	0,54
Nợ phải trả/Tổng tài sản	0,43	0,42	0,45	0,46
Nợ phải trả/Vốn chủ sở hữu	0,75	0,72	0,82	0,87
Nợ/Vốn chủ sở hữu	0,46	0,42	0,54	0,60
Nợ ngắn hạn/Vốn chủ sở hữu	0,11	0,11	0,11	0,10

Nguồn: HAH, SSI ước tính

Tỷ đồng	2022	2023	2024F	2025F
<b>Báo cáo kết quả kinh doanh</b>				
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>3.206</b>	<b>2.613</b>	<b>2.803</b>	<b>2.887</b>
Giá vốn hàng bán	-1.784	-2.002	-2.146	-2.197
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>1.422</b>	<b>611</b>	<b>656</b>	<b>690</b>
Doanh thu hoạt động tài chính	39	30	42	56
Chi phí tài chính	-76	-84	-117	-144
Thu nhập từ các công ty liên kết	29	15	15	15
Chi phí bán hàng	0	0	0	0
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-114	-125	-137	-140
<b>Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh</b>	<b>1.300</b>	<b>447</b>	<b>460</b>	<b>476</b>
Thu nhập khác	-27	3	0	0
Lợi nhuận trước thuế	1.272	450	460	476
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>1.041</b>	<b>358</b>	<b>376</b>	<b>390</b>
<b>Lợi nhuận chia cho cổ đông</b>	<b>822</b>	<b>385</b>	<b>372</b>	<b>386</b>
Lợi ích của cổ đông thiểu số	219	-27	4	4
<b>Chỉ số tài chính</b>				
EPS cơ bản (VND)	11.217	3.367	3.387	3.510
Giá trị sổ sách (VND)	32.853	25.218	28.790	32.300
Cổ tức (VND/cổ phiếu)	0	0	0	0
EBIT	1.330	523	576	620
EBITDA	1.608	888	1.099	1.278
<b>Tăng trưởng</b>				
Doanh thu	63,9%	-18,5%	7,3%	3,0%
EBITDA	87,4%	-44,8%	23,8%	16,3%
EBIT	91,5%	-60,6%	10,0%	7,7%
Lợi nhuận ròng	89,0%	-65,6%	5,1%	3,6%
Vốn chủ sở hữu	51,8%	11,9%	11,2%	10,4%
Vốn điều lệ	44,2%	50,0%	0,0%	0,0%
Tổng tài sản	56,2%	9,7%	18,1%	13,1%
<b>Định giá</b>				
P/E	2,9	12,3	12,3	11,8
P/B	1,0	1,6	1,4	1,3
Giá/Doanh thu	0,6	1,4	1,6	1,5
Tỷ suất cổ tức	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/EBITDA	1,9	5,8	5,2	4,4
EV/Doanh thu	0,9	2,0	1,8	1,8
<b>Các hệ số khả năng sinh lời</b>				
Tỷ suất lợi nhuận gộp	44,4%	23,4%	23,4%	23,9%
Tỷ suất lợi nhuận hoạt động	41,7%	19,1%	19,2%	19,7%
Tỷ suất lợi nhuận ròng	32,5%	13,7%	13,4%	13,5%
Chi phí bán hàng/Doanh thu thuần	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Chi phí quản lý/Doanh thu thuần	3,5%	4,8%	4,9%	4,9%
ROE	43,5%	11,7%	11,0%	10,3%
ROA	25,1%	6,8%	6,2%	5,6%
ROIC	31,5%	9,5%	9,3%	8,5%

## CAM KẾT PHÂN TÍCH

Chuyên viên phân tích trong báo cáo này cam kết rằng (1) quan điểm thể hiện trong báo cáo phân tích này phản ánh chính xác quan điểm cá nhân đối với chứng khoán và/hoặc tổ chức phát hành và (2) chuyên viên phân tích đã/ đang/sẽ được miễn trách nhiệm bồi thường trực tiếp hoặc gián tiếp liên quan đến khuyến nghị cụ thể hoặc quan điểm trong báo cáo phân tích này.

## KHUYẾN NGHỊ

**Mua:** Ước tính tiềm năng tăng giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

**Khả quan:** Ước tính tiềm năng tăng giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

**Trung lập:** Ước tính tiềm năng tăng giá tương đương so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

**Kém khả quan:** Ước tính tiềm năng giảm giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

**Bán:** Ước tính tiềm năng giảm giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Trong một số trường hợp, khuyến nghị dựa trên tiềm năng tăng giá 1 năm có thể được điều chỉnh lại theo ý kiến của chuyên viên phân tích sau khi cân nhắc một số yếu tố thị trường có thể làm ảnh hưởng đến giá cổ phiếu trong ngắn hạn và trung hạn.

## TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Các thông tin, tuyên bố, dự báo và dự đoán trong báo cáo này, bao gồm cả các ý kiến đã thể hiện, được dựa trên các nguồn thông tin mà SSI cho là đáng tin cậy, tuy nhiên SSI không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các thông tin này. Báo cáo không có bất kỳ thông tin nhạy cảm về giá chưa công bố nào. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này được đưa ra sau khi đã được xem xét kỹ càng và cẩn thận và dựa trên thông tin tốt nhất chúng tôi được biết, và theo ý kiến cá nhân của chúng tôi là hợp lý trong các trường hợp tại thời điểm đưa ra báo cáo. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không cần thông báo. Báo cáo này không và không nên được giải thích như một lời đề nghị hay lời kéo để đề nghị mua hay bán bất cứ chứng khoán nào. SSI và các công ty con và/ hoặc các chuyên viên, giám đốc, nhân viên của SSI và công ty con có thể có vị thế hoặc có thể ảnh hưởng đến giao dịch chứng khoán của các công ty được đề cập trong báo cáo này và có thể cung cấp dịch vụ hoặc tìm kiếm để cung cấp dịch vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty đó.

Tài liệu này chỉ được lưu hành nội bộ và không được công bố công khai trên báo chí hay bất kỳ phương tiện nào khác. SSI không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ thiệt hại trực tiếp hay thiệt hại do hậu quả phát sinh từ việc sử dụng báo cáo này hay nội dung báo cáo này. Việc sử dụng bất kỳ thông tin, tuyên bố, dự báo, và dự đoán nào trong báo cáo này sẽ do người dùng tự quyết định và tự chịu rủi ro.

## THÔNG TIN LIÊN HỆ

### Trung tâm phân tích và tư vấn đầu tư

#### Hoàng Việt Phương

Giám đốc Trung Tâm phân tích và tư vấn đầu tư

phuonghv@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8729

#### Ví mô

##### Phạm Lưu Hưng

Kinh tế trưởng

hungpl@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8711

##### Thái Thị Việt Trinh

Chuyên viên phân tích Ví mô

trinhhtt@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8720

### Phân tích Định lượng

#### Lê Huyền Trang

Chuyên viên cao cấp Phân tích dữ liệu

tranglh1@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8710

#### Nguyễn Bùi Minh Châu

Chuyên viên Phân tích dữ liệu

chaunbm@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8706

### Phân tích Ngành Vận tải

#### Võ Thanh Hằng

Chuyên viên Phân tích Cổ phiếu

Hangvt1@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8709

#### Dữ liệu

##### Lương Thị Việt

Chuyên viên cao cấp hỗ trợ

vietltt@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8714

#### Nguyễn Thị Kim Tân

Chuyên viên hỗ trợ

tanntk@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8715

#### Nguyễn Thị Anh Thư

Chuyên viên hỗ trợ

thunta2@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8702

### Chiến lược thị trường

#### Nguyễn Lý Thu Nga

Chuyên viên cao cấp Chiến lược đầu tư

nganlt@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3051

#### Nguyễn Quốc Bảo

Chuyên viên cao cấp Chiến lược đầu tư

baonq1@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3059

#### Hồ Hữu Tuấn Hiếu, CFA

Chuyên gia Chiến lược đầu tư

hieuhht1@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8704

#### Trần Thị Bảo Châu

Chuyên viên Chiến lược đầu tư

chauttb@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3043